公司报告

年报点评

中国平安 PING AN 平安证券公司

汽车、摩托车

2011 年 3 月 27 日

力帆股份 (601777)

汽车业务即将上量、内外销齐头并进

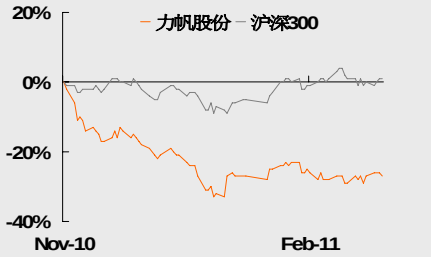
推荐（维持）

现价：12.94 元

主要数据

行业	汽车、摩托车
公司网址	www.lifan.com
大股东/持股	重庆力帆控股有限公司/65.02%
实际控制人/持股	尹明善
总股本(百万股)	951
流通 A 股(百万股)	200
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	123.12
流通 A 股市值(亿元)	25.88
每股净资产(元)	4.96
资产负债率(%)	53.0

行情走势图



相关研究报告

2011年是上规模的关键之年_力帆股份调研跟踪报告(2011.3.18)

研究员

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

投资要点

事项

力帆股份年报显示：2010 年收入 67.7 亿，同比增长 27%；净利润 3.8 亿，同比增长 25%；每股收益 0.4 元，每股净资产 4.96 元。利润分配预案为：全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税）。

平安观点

- **分业务类别看：**摩托车整车收入增长 24%，乘用车业务增长 28%，摩托车发动机业务同比增长 14%。营业毛利构成：摩托车及其发动机占比为 50%，同比下降，乘用车及微车业务占 44.6%，同比提升 4.4 个百分点。我们预计由于汽车业务规模尚小其净利率较低，规模效应提升空间大。
- **分区域看：**2010 年出口收入比例为 47%，比 09 年比例增加 11%，主要是摩托车和乘用车板块的出口收入大幅增加。2010 年公司轿车出口 2.27 万辆，同比增长 128%，位居全国轿车出口第三位，仅次于奇瑞、本田中国。
- **综合毛利率同比下降 0.6 个百分点：**由于主要原材料铜、橡胶、镍价格上涨及新增了微车业务且其尚未批产所致。其中通机业务下降 3.1 个百分点，摩托车整车业务下降 1.5 个百分点。微车业务首年贡献收入 2.7 亿，毛利率 14.4%。
- **战略上坚持自主品牌、自主研发和国际化战略，以动力技术为核心，以自主品牌为支撑、打造摩托车、汽车、通用汽油机三大主业。**

➢ **摩托车：**公司摩托车发动机产能为 250 万台/年，其中 1/3 自供，2/3 对外销售；公司正在重庆市北碚区同兴工业园实施摩托车扩产整合，对分散在重庆 5 个厂区现有的摩托车整车 70 万辆/年及摩托车发动机 210 万台/年产能进行整合及升级，并在此基础上新增摩托车整车 30 万辆/年及摩托车发动机 90 万台/年的产能，最终形成摩托车整 130 万辆/年（其中重庆地区 100 万辆）及摩托车发动机 340 万台/年（其中重庆地区 300 万台）的生产能力。

➢ **乘用车：**公司增长最快的业务，也将是未来几年公司快速发展的主要推动力。IPO 之前公司具备年产 5 万辆乘用车的生产能力。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,149.2	5,329.3	6,770.8	10175.36	12775.87
YoY(%)	5.9	-13.3	27.0	50.28	25.56
净利润(百万元)	199.2	304.9	381.9	642.33	813.29
YoY(%)	-43.5	53.0	25.3	68.19	26.62
毛利率(%)	17.2	19.0	18.4	18.25	18.48
净利率(%)	3.2	5.7	5.6	6.31	6.37
EPS(摊薄/元)	0.2	0.3	0.4	0.68	0.85
P/E(倍)	61.8	40.4	32.2	19.17	15.14

本文为证券研究报告，请务必阅读正文后免责条款

2011 年 3 月 9 日，公司公告在重庆两江新区工业开发区设立全资子公司重庆力帆乘用车部件制造有限公司从事乘用车 KD 件生产制造，生产专供出口的乘用车 KD 件。2011 年力帆旗下全系乘用车（不含微车）车型全部实现在俄投产，产能可从 1.4 万辆提高至 3.2 万辆。

预计 2011 年底可具备 10 万台乘用车设计产能，为扩大产销规模，公司乘用车广告营销费用将有大幅提高。

➢ 通机：本次 IPO 之前公司有 40 万台通机产能，其占公司收入比例为 5.5%，出口内销各半。

公司实施 100 万台通用汽油机整合扩产项目后将全面提升通用汽油机业务在公司内部的战略地位。我们预计 2010 年底公司将具备 100 万台通机年产能。

■ **资产重估锦上添花**：力帆作为重庆知名名营企业，政府支持较多，也体现在土地、税收等方面。1）金融投资：力帆拥有重庆银行 1.29 亿股权，股比为 6.4%，平均成本为 1.16 元/股，重庆银行若上市后每股股价为 10 元，则力帆股份将实现净收益 10 亿元，折合每股 1.05 元。2）土地资产：公司在重庆市北碚区同兴工业园实施摩托车扩产整合，将原分散在重庆各地的 5 个摩托车发动机及其整车厂进行整合，搬迁过程中可能产生部分土地资产使用性质改变带来的土地资产重估升值。

■ **盈利预测与投资建议：**我们判断，力帆股份 2011 年三个募投项目将陆续投产，产能准备充足后如何迅速扩大规模以达到理想的产能利用率将是公司今年最大挑战，因此 2011 年将是力帆扩大份额及产销规模的关键之年。

预计 2011 年摩托车业务（发动机+整车）收入同比增长 18%；轿车销售突破 9 万台（同比增 60%），其中出口近 4 万台；微车销售突破 3.5 万台；通机销售上 60 万台（同比增 30%）。

我们判断力帆股份 2011 年、2012 年每股收益为 0.68 元、0.85 元，动态 PE 为 19 倍，PB2.6 倍，同行业上市公司宗申动力 PB 为 5.3 倍。维持对力帆股份的“推荐”评级。

图表 1　力帆股份各业务经营简况　　单位：亿元

营业收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年同比
摩托车整车及配件	27.1	28.2	19.7	24.3	23.7%
乘用车及配件	12.6	16.2	20.3	25.9	27.8%
摩托车发动机及配件	15.0	13.3	9.5	10.8	14.4%
内燃机及配件	2.3	2.8	3.0	3.3	11.9%
微车及配件				2.7	
毛利率	**2007 年**	**2008 年**	**2009 年**	**2010 年**	**2010 年同比增加百分点**
摩托车整车及配件	19.4%	19.8%	20.5%	19.0%	-1.5
乘用车及配件	15.7%	16.6%	19.8%	19.8%	0
摩托车发动机及配件	15.1%	12.1%	13.1%	14.5%	1.4
内燃机及配件	19.0%	18.3%	20.1%	17.0%	-3.1
微车及配件				14.4%	
营业毛利构成	**2007 年**	**2008 年**	**2009 年**	**2010 年**	
摩托车整车及配件	52.5%	53.3%	40.4%	37.4%	
乘用车及配件	19.7%	25.8%	40.2%	41.5%	
摩托车发动机及配件	22.8%	15.4%	12.4%	12.7%	
内燃机及配件	4.3%	4.9%	5.9%	4.5%	
微车及配件	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	

资料来源：公司公告

图表 2 力帆股份主要利润指标简况 单位：万元

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年同比
营业总收入	614916	532930	677077	27.0%
资产减值损失	-1141	402	799	98.7%
投资净收益	607	996	1000	0.4%
营业外净收入	180	-9	1075	
母公司所有者的净利润	19924	30491	38191	25.3%
EPS(元)	0.21	0.32	0.4	
比率	**2008 年**	**2009 年**	**2010 年**	**2010 年同比增加百分点**
毛利率	17.2%	19.0%	18.5%	-0.58
销售费用率	5.9%	5.2%	5.1%	-0.14
管理费用率	4.4%	4.4%	4.0%	-0.4
财务费用率	2.1%	1.0%	1.4%	0.43
三项费用率	12.4%	10.6%	10.5%	-0.11
所得税率	10.7%	13.2%	14.2%	1
净利率	3.2%	5.7%	5.6%	-0.08
折旧摊销/营业成本	1.6%	2.4%	2.2%	-0.21

资料来源：公司公告

图表 3 力帆股份盈利预测表 单位：万元

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
一、营业总收入	614916	532930	677077	1017536	1277587
二、营业总成本	593590	499202	634858	944045	1183518
营业成本	509284	431538	552160	831825	1041525
营业税金及附加	9266	10782	10853	16281	20441
销售费用	36094	27758	34344	52912	65796
管理费用	27179	23521	27135	41719	53020
财务费用	12907	5201	9566	509	1916
资产减值损失	-1141	402	799	800	820
三、其他经营收益					
投资净收益	607	996	1000	1100	1200
四、营业利润	21933	34724	43220	74591	95269
加：营业外收入	1195	691	1758	1150	1050
减：营业外支出	1015	700	683	690	685
五、利润总额	22113	34714	44295	75051	95634
减：所得税	2358	4565	6289	10882	14345
六、净利润	19754	30149	38005	64169	81289
归属于母公司所有者的净利润	19924	30491	38191	64233	81329
EPS(元)	0.21	0.32	0.40	0.68	0.85

资料来源：公司公告

- 风险提示：1）产能释放后销量规模未能及时提升将影响公司毛利水平；2）公司后续接班人经营风格能否持续需要观察。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所
地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257